

KOMENTARZ TYGODNIOWY

7 lipca 2025

Obniżka stóp NBP. „Wielka piękna ustawa” podpisana przez prezydenta Trumpa. Co przyniesie 9 lipca w polityce handlowej USA?

- Przez większość minionego tygodnia na rynkach finansowych panowały dobre nastroje stymulujące popyt na bardziej ryzykowne aktywa. Sprzyjały temu dalszy spadek ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie oraz generalnie korzystne dane z gospodarki USA, w szczególności z rynku pracy – wzrost zatrudnienia w czerwcu powyżej oczekiwań, niższa stopa bezrobocia, wzrost liczby nieobsadzonych etatów wg ankiety JOLTS, a ponadto lekki wzrost wskaźników koniunktury ISM w czerwcu. Choć w czerwcowych danych z rynku pracy widoczne są pewne elementy (np. skoncentrowanie dużej części wzrostu zatrudnienia w sektorze publicznym), które mogą wskazywać na wyzwania w dłuższym okresie, niemniej w minionym tygodniu rynek skupił się na pozytywnej stronie tych danych.
- Miniony tydzień przyniósł też przegłosowanie w obu izbach Kongresu USA oraz podpisanie przez prezydenta Trumpa „Wielkiej pięknej ustawy” (oficjalna nazwa) wprowadzającej w życie szereg obietnic wyborczych Donalda Trumpa, przedłużająca obowiązywanie obniżonych stawek podatkowych z I kadencji Trumpa oraz ograniczająca wydatki socjalne. Według Kongresowego Biura Budżetowego (CBO) wprowadzenie w życie ustawy przyczyni się do zwiększenia deficytu budżetu federalnego USA o 3,8 bln dolarów w ciągu 10 lat.
- Pod koniec tygodnia („krótszego” w USA w związku ze Świętem Nieodległości) nastroje rynkowe pogorszyły się. Na rynki powróciły obawy o perspektywy globalnego handlu w związku wypowiedziami przedstawicieli administracji USA dot. dalszych działań w polityce handlowej USA w kontekście zbliżającego się terminu 9. lipca, wskazanego jako graniczna data zakończenia 90-dniowego okresu zawieszenia zaporowych stawek celnych na import do USA ogłoszonych 4. kwietnia br. Prezydent Trump i sekretarz skarbu Steve Bessent poinformowali, że w bieżącym tygodniu zastaną wysłane listy do partnerów handlowych USA z warunkami umów handlowych i jeśli partnerzy ci nie podejmą odpowiednich działań, od 1 sierpnia stawki importowe do USA powrócą do wysokich poziomów z 4 kwietnia. Jednocześnie przedstawiciele administracji poinformowali, że USA są bliskie zawarcia w najbliższym czasie kilku ważnych umów handlowych i szczegółowe informacje na ten temat mają się pojawić w najbliższych dniach. UE poinformowała z kolei, że prawdopodobieństwo zawarcia umowy handlowej UE-USA przed 9 lipca jest niskie. W minionym tygodniu zawarto umowę handlową z Wietnamem.
- W tych warunkach do minionego czwartku indeksy akcji rosły na większości rynków i dopiero końcówka tygodnia (paza USA, gdzie piątek był dniem wolnym) przyniosła korektę w dół notowań akcji. Ostatecznie w skali całego tygodnia globalny indeks MSCI wzrósł o 1,2%, w tym w USA o 1,7%. Z kolei indeks dla rynków wschodzących MSCI nie zmienił się, a dla strefy euro spadł o 0,5%.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

- Mocniejsze od oczekiwań dane z rynku pracy w USA ograniczyły do zera oszacowane przez rynek prawdopodobieństwo obniżenia stóp procentowych na lipcowym posiedzeniu FOMC, po tym jak we wcześniejszym tygodniu łagodnie wypowiedzi dwojga przedstawicieli FOMC podsyły takie nadzieje. Co więcej, obecnie rynek nie jest w 100% pewien obniżki stóp we wrześniu (dyskontowane obecnie ok. 20 pkt. baz.) Mniejsze szanse na obniżki stóp w krótkim okresie oraz perspektywa luźniejszej polityki fiskalnej USA spowodowały wzrost rentowności papierów skarbowych w USA o 7 pkt. baz. do 4,35%. Z kolei rentowności obligacji niemieckich praktycznie nie zmieniły się w skali tygodnia (2,60%). Na notowania SPW w Europie nie wpłynęła publikacja wstępnego szacunku inflacji HICP w strefie euro za czerwiec, zgodnie z którą wskaźnik główny lekko wzrósł do 2,0% r/r a bazowy pozostał bez zmian na poziomie 2,3% r/r.
- Spadek oczekiwań co do skali poluzowania polityki Fed w tym roku przyczynił się do wyhamowania trendu spadkowego dolara, po silnym osłabieniu we wcześniejszym tygodniu. W rezultacie dolar w relacji do koszyka walut osłabił się jedynie o 0,2%, a kurs euro wobec dolara oscylował wokół bardzo słabego poziomu 1,18 USD/EUR vs 1,17 USD/EUR we wcześniejszym tygodniu.
- Na krajowym rynku finansowym głównym wydarzeniem minionego tygodnia było posiedzenie RPP i obniżenie stóp procentowych NBP o 25 pkt. baz. do 5% dla stopy referencyjnej NBP, co zaskoczyło rynki finansowe. Niespodzianka ta nie wynikała z faktu, że lipcowa obniżka stóp nie miała uzasadnienia merytorycznego, gdyż takiego scenariusza powszechnie oczekiwano jeszcze na początku czerwca w oparciu o powszechne oczekiwania na szybki spadek inflacji w II poł. 2025 r. Zaskoczenie rynkowe wynikało z tego, że przed miesiącem podczas czerwcowej konferencji prasowej prezes NBP zdystansował się od lipcowej obniżki stóp, kiedy to wskazał m.in. na niepewność dot. kształtu polityki fiskalnej w 2026 r. Lipcowa konferencja prasowa prezesa NBP wpisała się w serię ostatnich skokowych zmian w przekazie prezesa NBP. Po kwietniowym złagodzeniu retoryki, majowym i czerwcowym zaostreniu, ton wypowiedzi prezesa podczas lipcowej konferencji prasowej ponownie zdecydowanie złagodził. Choć prezes Głapiński zastrzegł, że RPP nie deklaruje żadnych przyszłych działań, niemniej odpowiadając na pytanie o szanse na wrześniową obniżkę, zasygnalizował, że taka decyzja jest prawdopodobna, jeśli w lipcu i sierpniu wskaźnik CPI obniży się w okolice celu inflacyjnego NBP. Dodał, że dalsze rozluźnianie polityki monetarnej w tym roku jest prawdopodobne, jeśli korzystne warunki inflacyjne utrzymają się i że docelowy (w dłuższym horyzoncie) poziom stopy referencyjnej NBP może ukształtować się nawet w okolicach 3%.
- Lipcowe obniżenie stóp procentowych przez RPP, łagodny przekaz prezesa NBP wraz z naszym scenariuszem inflacyjnym wskazującym, że w II połowie roku wskaźnik CPI ukształtuje się w przedziale 2,5–3,0% daje przesłanki do powrotu do naszego scenariusza obniżek stóp sprzed czerwcowej konferencji prasowej prezesa NBP – tj. kolejnych dwóch obniżek stóp po 25 pkt. baz. do końca br. – we wrześniu i w listopadzie do 4,5% dla stopy referencyjnej NBP na koniec tego roku. Sądzymy, że stabilizacja inflacji w okolicach celu NBP w średnim okresie będzie przesłanką do dalszego stopniowego rozluźniania polityki monetarnej w przyszłym roku. W 2026 r. oczekujemy łącznej skali obniżek o 100 pkt. baz. do 3,5% dla stopy referencyjnej NBP. Jednocześnie doświadczenie dotychczasowej zmienności przekazu prezesa NBP i RPP, w tym brak jasno komunikowanej funkcji reakcji Rady oznacza nadal sporą niepewność co do przyszłych decyzji Rady.

- Nieoczekiwane poluzowanie polityki monetarnej przez RPP poskutkowało w minionym tygodniu spadkiem rentowności obligacji skarbowych – o 10 pkt. baz. do 5,36% dla obligacji 10-letnich, przy głębszym spadku rentowności na krótszym końcu krzywej dochodowości oraz notowań IRS. Złoty lekko (1-2 gr.) osłabił się w skali tygodnia w relacji do euro i franka szwajcarskiego. WIG wzrósł o 1,8% w ślad za rynkami zagranicznymi.
- W bieżącym tygodniu na pierwszym planie pozostanie już wątek polityki handlowej USA wobec środowa (9. lipca) daty granicznej dla obowiązywania obniżonych z zaporowych poziomów ogłoszonych 4. kwietnia stawek importowych do USA. Najbliższe dni wskażą na ile administracja USA jest gotowa na dalsze przedłużenie okresu negocjacji w sprawie docelowego poziomu ceł. W tym kontekście należy się liczyć z podwyższoną zmiennością rynkową wraz z napływającymi kolejnymi informacjami na ten temat, w szczególności wobec obserwowanej wcześniej chaotycznej komunikacji administracji USA dot. kwestii handlowych. Jednocześnie dotychczasowe umowy zawarte przez USA z Wielką Brytanią, Chinami i ostatnio z Wietnamem (wielu szczegółów wciąż nie znamy) wskazują, że jest właściwie przesądzone, że ostateczny globalny porządek handlowy po zawarciu tych umów będzie się charakteryzował istotnie wyższym poziomem protekcjonizmu niż ten, który obowiązywał do czasu przejęcia władzy w USA przez Donalda Trumpa.
- Poza kwestiami handlowymi w kalendarzu w tym tygodniu panuje wyjątkowa posucha – z istotniejszych wydarzeń wskazać można publikację protokołu z czerwcowego posiedzenia FOMC.

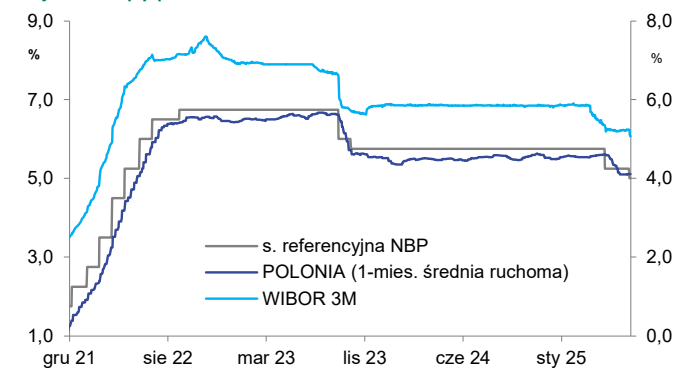
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 9 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	cze	-0,1% r/r	-0,2% r/r	-
20:00	US	Publikacja <i>minutes</i> z czerwcowego posiedzenia FOMC	cze	-	-	-
poniedziałek 14 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport	cze	4,8% r/r	5,0% r/r	-
03:00	CHN	Import	cze	-3,4% r/r	-0,9% r/r	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	maj	-0,374 mld EUR	- 0,999 mld EUR	-0,285 mld EUR

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

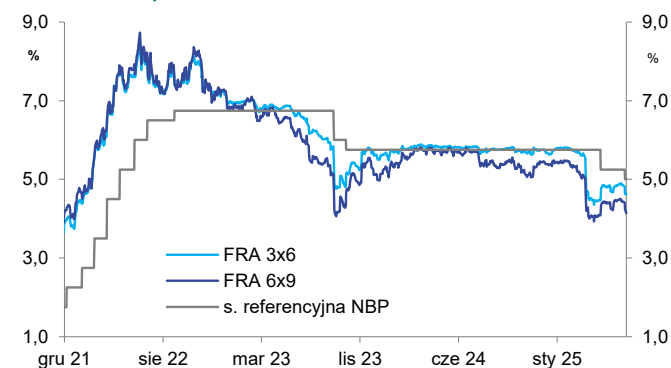
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



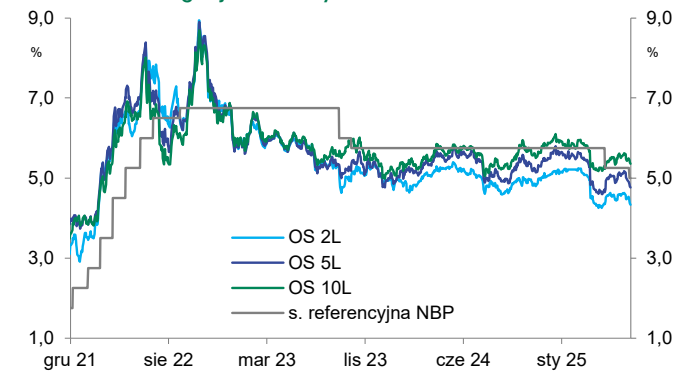
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



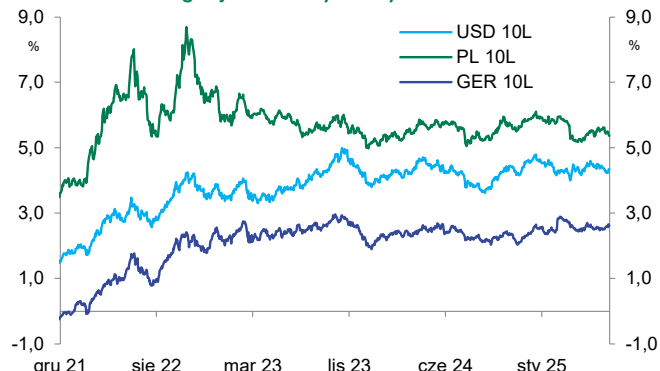
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



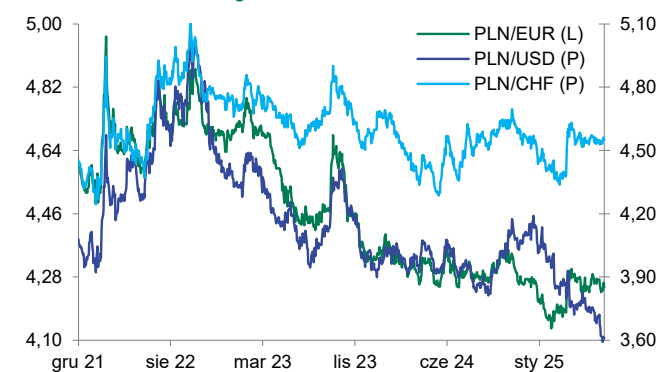
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



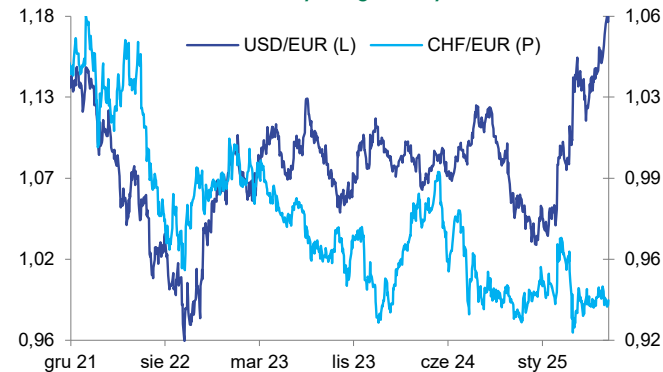
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



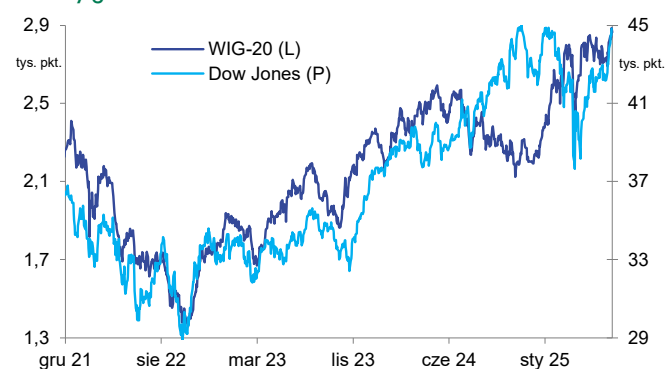
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



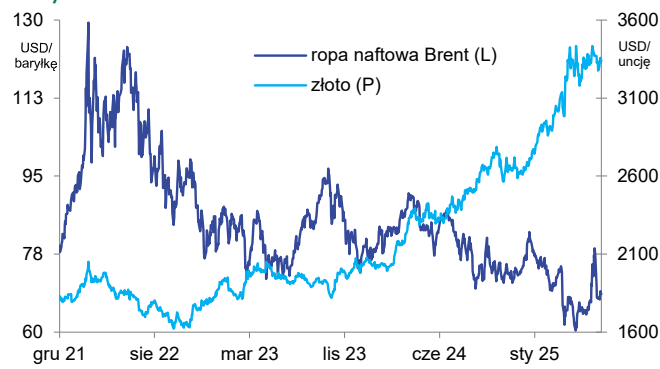
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



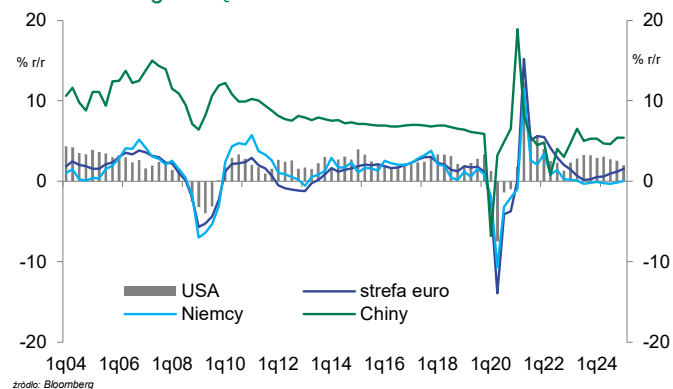
źródło: Bloomberg

2025-07-07

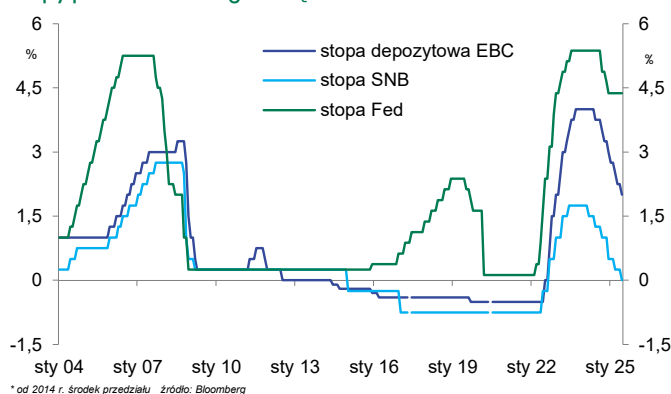
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

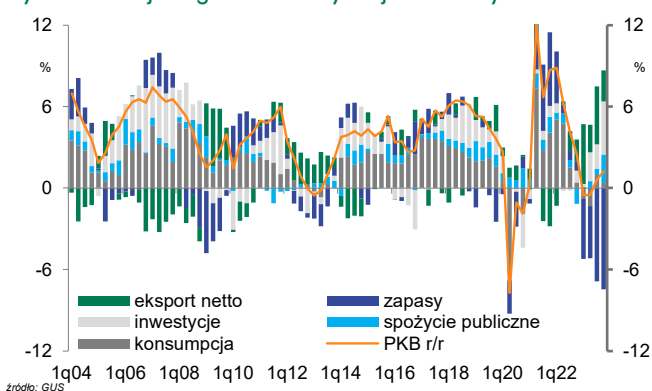
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



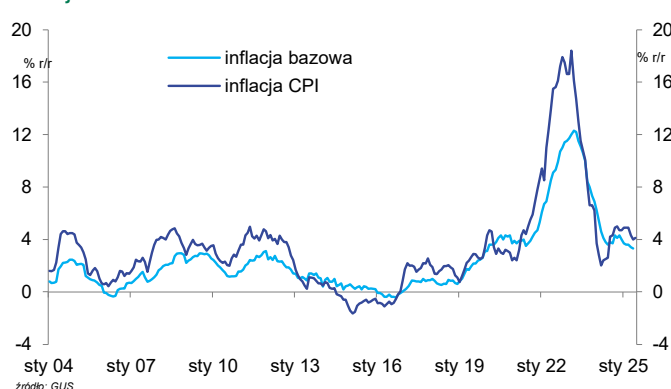
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



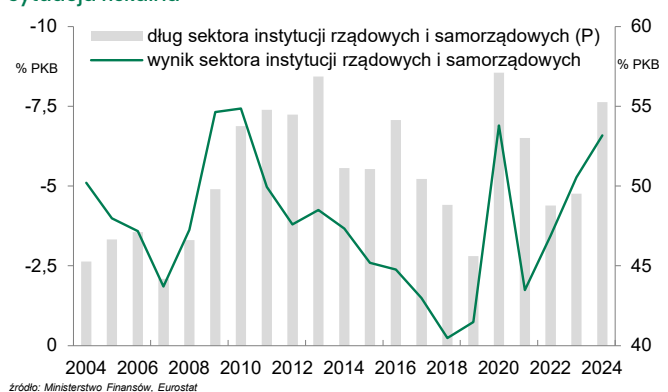
Rynek pracy



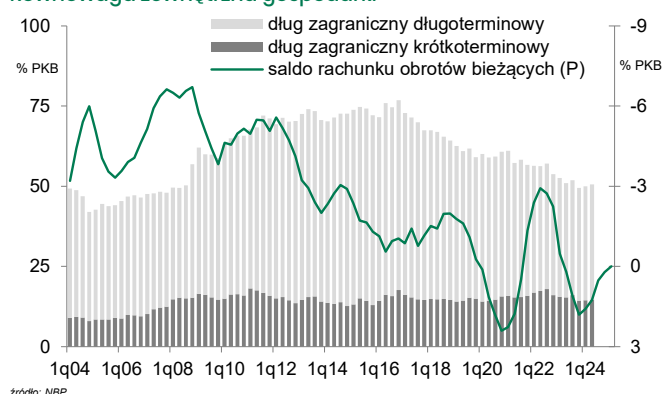
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2025	27.06.2025	04.07.2025	31.07.2025	31.08.2025	30.09.2025
Stopa lombardowa NBP	%	5,75	5,75	5,50	5,50	5,50	5,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00	4,75
Stopa depozytowa NBP	%	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,25
WIBOR 3M	%	5,23	5,24	5,07	5,00	4,90	4,70
FRA 3x6	%	4,83	4,85	4,62	-	-	-
FRA 6x9	%	4,42	4,43	4,14	-	-	-
FRA 9x12	%	4,10	4,12	3,80	-	-	-
IRS 2L	%	4,34	4,36	4,11	-	-	-
IRS 5L	%	4,26	4,27	4,05	-	-	-
IRS 10L	%	4,59	4,60	4,41	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,53	4,50	4,33	4,40	4,35	4,30
Obligacje skarbowe 5L	%	4,92	4,95	4,76	4,95	4,90	4,85
Obligacje skarbowe 10L	%	5,49	5,45	5,36	5,35	5,30	5,25
PLN/EUR	PLN	4,24	4,24	4,25	4,25	4,26	4,27
PLN/USD	PLN	3,62	3,62	3,61	3,62	3,64	3,67
PLN/CHF	PLN	4,53	4,53	4,55	4,55	4,56	4,54
USD/EUR	USD	1,18	1,17	1,18	1,18	1,17	1,17
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,23	4,28	4,35	4,20	4,20	4,15
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,00	2,59	2,61	2,50	2,45	2,40

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.